

Субботина М.А.
Бобовников А.И., к.э.н.
Крусткалн Я.Э.

Компания Retal Industries Limited, головная компания холдинга, российским активом которой является ЗАО «Ретал» (быв. ЗАО «НБ Ретал»): выход отчетности по МСФО, аудированной KPMG

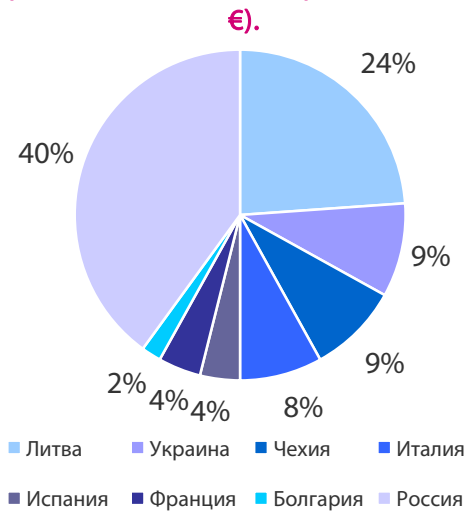
- Облигации ЗАО «Ретал» как обязательства крупной международной компании имеют хороший потенциал для роста – по крайней мере, до 9,0% по доходности к 1,5-летней оферте
- Компания Retal Industries Limited – крупный международный производитель заготовок для производства пластиковых бутылок – ПЭТ-преформ (65% выручки) и ПЭТ-сырья (35% выручки)
- Отчетность по МСФО Компания публикует впервые, аудитор – KPMG
- Компания располагает 16 заводами в 8 европейских странах, ЗАО «Ретал» - ее российский актив
- Компания – один из крупнейших поставщиков таких транснациональных корпораций как Coca-Cola, Pepsico, Nestle.
- На 2007 г. подписаны контракты с Coca-Cola и Pepsico, как в России, так и за рубежом. В целом, в 2007 г. более 50% продукции будет реализовано по долгосрочным контрактам.
- Компания продолжает экспансию в Европе – в январе 2007 г. завершена сделка по приобретению французского завода Sodripack Sarl по производству многослойных ПЭТ-преформ

Эмитент	ЗАО «Ретал»
Объем	1 млрд. руб.
Дата размещения	13 декабря 2006 г.
Срок обращения	3 года
Оферта	15 декабря 2008 г., по номиналу
Купон	1-4 купон – 9,9% годовых
Организатор	АКБ «Промсвязьбанк» (ЗАО)
Эффективная доходность к оферте	10,0%
Дюрация к оферте	1,3 года

Инвестиционный департамент
АКБ «Промсвязьбанк» (ЗАО)

109052, г. Москва, ул. Смирновская, д. 10, стр. 22.
Тел. : +7 (495) 777-10-20 доб. 70-47-31
Факс: +7 (495) 777-10-20 доб. 70-47-37

Рисунок 1. Распределение выручки по странам (Преформенный Дивизион, прогноз на 2007, млн. €).



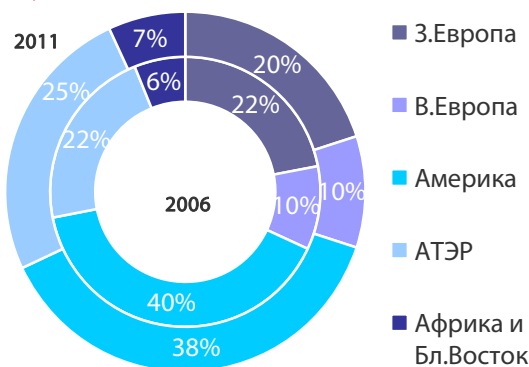
Источник: ЗАО «Ретал»

Рисунок 2. Организационная структура Компании



Источник: ЗАО «Ретал»

Рисунок 3. Производство ПЭТ-тары в мире

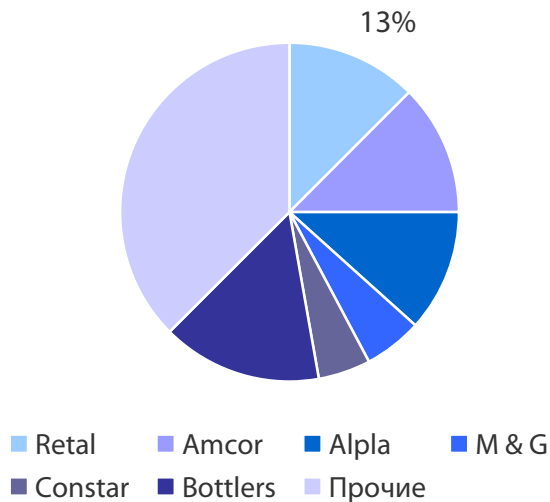


Источник: ЗАО «Ретал», данные Промсвязьбанка

Общие сведения о компании и рынках присутствия

- Компания Retal Industries Limited – крупный международный производитель пластиковой тары, а также сырья для ее производства. Основным видом продукции – заготовки для производства пластиковых бутылок (ПЭТ-преформы). Компания также производит материал для производства ПЭТ-преформ – ПЭТ-сырье. В 2007 году Компания выходит на перспективный рынок полимерных пленок.
- Основные потребители продукции Компании – транснациональные производители пивобезалкогольной продукции, такие как PepsiCo, Coca-Cola, Nestle, Bunge, Carlsberg, BBH, Heineken, InBev, Efes.
- Компания работает с крупнейшими потребителями на основе долгосрочных (от 1 года до 5 лет) контрактов. На 2007 г. такие контракты заключены по поставкам как в России, так и в Европе.
- В настоящее время самая большая доля ПЭТ-преформ реализуется в РФ (рис. 1), но в перспективе Компания отдает приоритет европейскому рынку
- Компания владеет производственными активами в России, в Литве, Украине, Чехии, Италии, Испании, Болгарии и Франции. Наличие разветвленной производственной сети Компании в Европе обусловлено стремлением к закреплению рыночных позиций в Европе и оптимизации затрат на логистику.
- Основные виды продукции, которые упаковываются в пластиковую тару:
 - газированные и негазированные напитки;
 - минеральные воды;
 - соки;
 - пиво;
 - растительные масла;
 - косметические продукты.
 - технические растворители и жидкости
- Рынки сбыта компании динамично растут, что связано как с ростом рынков конечной продукции, так и вытеснением ПЭТ других видов упаковки.
- Главные причины ускоренного роста спроса на пластиковую упаковку:
 - Высокие потребительские качества (легкая, не бьющаяся и экономичная).
 - Соответствие законодательным требованиям по повторной переработке тары.
 - Развитие технологий производства ПЭТ.
 - Увеличение требований потребителей к безопасности для здоровья.

Рисунок 4. Доли основных игроков на европейском (включая страны СНГ) рынке ПЭТ-преформ по мощностям в 2006 г.



Источник: ЗАО Ретал», оценки Промсвязьбанка

Рисунок 5. Основные факторы, влияющие на цену ПЭТ-сырья



- Несмотря на то, что спрос на ПЭТ-тару, и соответственно на ПЭТ-сырье (полиэтилен-терефталат, из которого делается ПЭТ-гранулята) динамично растет, конкуренция среди производителей находится на высоком уровне, особенно в Европе, где расположены основные рынки сбыта Компании.
- Основные факторы конкуренции производителей ПЭТ-тары:
 - Экспансия восточно-европейских производителей (прежде всего, Retal Industries Ltd).
 - Повышение требований к логистике.
 - Наличие долгосрочных договоров с крупнейшими производителями напитков.
 - Маркетинговые стратегии.
 - Возможность контролировать рентабельность в условиях волатильного рынка ПЭТ-гранулята. (По оценкам специалистов отрасли, 80% влияния на цену ПЭТ-преформы оказывает цена на ПЭТ и лишь около 20% - стоимость самого производства.)
 - Диверсификация производства.
 - Быстрое развитие технологий переработки. Особенностью данного рынка является постоянная «гонка технологий» - в выигрыше оказывается тот, кто быстрее модернизирует производство.
- Основные факторы конкуренции на рынке ПЭТ-гранулята:
 - Стоимость сырья.
 - Удобная логистика
 - Стоимость переработки
- В 2007 г. Евросоюз продлил действие антидемпинговых пошлин, направленных на ограничение конкуренции со стороны азиатских производителей, что благотворно скажется на бизнесе европейских производителей ПЭТ.
- **Главное конкурентное преимущество Компании – работа с крупными надежными клиентами.**

Европейское подразделение Amcor (APPE) в настоящее время занимает 13% европейского рынка. Компания - диверсифицированный холдинг, производящий разные виды упаковки, предприятия группы расположены во всех частях света. С приобретением в 2002 г. у германской Schmalbach Lubeca Group активов по производству ПЭТ-упаковки, Amcor стал крупнейшим мировым участником данного рынка.

Широкая диверсификация упаковочного бизнеса и масштабы производства обуславливают существенно более высокий объем выручки, чем у конкурентов – по итогам 2005 г. около €7 млрд. Доля займов и кредитов в активах составила 71%, отношение чистый долг/ЕБИТДА – 2,65. Рентабельность ЕБИТДА – ок. 7,7%.

Выручка Constar в 2005г. более чем в 2 раза превысила соответствующий показатель Retail Industries и составила €785 млн. Баланс компании характеризуется отрицательным собственным капиталом, показатель чистый долг/ЕБИТДА превышает 9. Рентабельность ЕБИТДА – 5,4%.

Главные конкуренты

Amcor Ltd.

- Диверсифицированный холдинг, который производит разные виды упаковки и обладает производственными мощностями во всех частях света – в Австралии, Азии, Северной и Центральной Америке и Европе.
- Продукция Холдинга – это картонные упаковки и изделия, стальные и алюминиевые банки для пищевой продукции, гибкая упаковка, ПЭТ-продукция, а также стеклянные бутылки для вина.
- Компания сосредоточена на обеспечении полного цикла производства, хранения, продажи и доставки всего спектра продукции.
- Основное преимущество компании – относительная независимость от структурных колебаний в нефтехимической отрасли (себестоимость производства преформ (заготовок) изготавливаемых из полиэтилентерефталата (ПЭТ либо ПЭТФ) напрямую зависит от цен на нефть) за счет широкой диверсификации видов производимых упаковок.
- В 2007 г. Amcor заявил о продаже своего европейского преформенного производства (7 заводов) компании La Seda de Barcelona.

Constar Int. Inc.

- Доля компании на европейском рынке – около 5%. Компания поставляет ПЭТ-упаковку на рынки Северной Америки и Европы.
- Компания была пионером в производстве пластиковых бутылок – их производство началось в 1963г.
- В настоящее время компания располагает 14 заводами в США и 3 в Европе (Великобритания, Италия, Нидерланды).
- По итогам 2005 г. получены чистые убытки в размере €48 млн. В 2006г. убытки сократились до €9,5 млн.

Особенность компании Alpla – установка оборудования для производства преформ и выдува бутылок на производственной территории потребителей

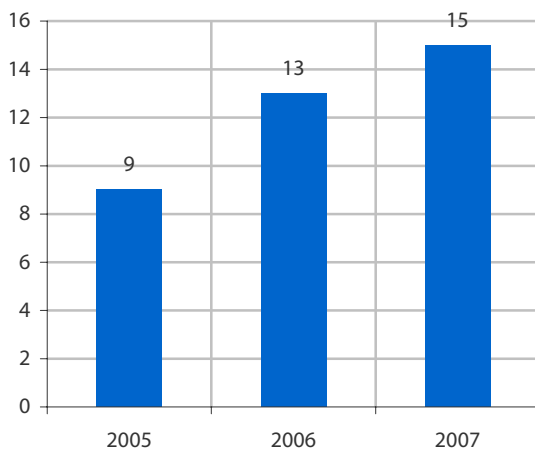
Alpla Werke Alwin Lehner GmbH & Co KG

- Данная компания занимает около 12% европейского рынка ПЭТ-упаковки. Эта частная компания - австрийский производитель ПЭТ-преформ, а также готовых бутылок и крышек.
- Особенность компании – установка оборудования для производства бутылок на производственной территории потребителей, что позволяет снизить логистические издержки.
- Компания имеет представительства в Западной и Восточной Европе, Северной и Южной Америке, а также в Азитско-Тихоокеанском регионе.

Конкурентные преимущества Retal Industries Limited

- Главное конкурентное преимущество Компании – работа с крупными надежными клиентами. Это позволяет максимально эффективно использовать эффект экономии от масштабов производства.
- Преимущество Retal Industries Limited – наличие собственного производства ПЭТ-сырья. Производство находится в Литве, что позволяет поставлять продукцию на европейские предприятия по производству упаковки. Наличие собственного ПЭТ-производства сокращает риск дефицита сырья для Дивизиона преформ, в свою очередь Дивизион Преформ может обеспечить сбыт продукции в случае перепроизводства ПЭТ-сырья.
- Диверсификация производства за счет БОПЭТ-пленки. Ретал намерен первым из российских производителей выйти на рынок с такой пленкой собственного производства (в настоящее время 100% такой пленки импортируется).
- Новейшее оборудование. В рамках инвестиционной программы Retal Industries вкладывает в порядка €40 млн. в развитие и обновление производственной базы Дивизиона преформ в 2006-2007 гг.

Рисунок 6. Динамика доли Retal Industries Limited на рынке ПЭТ-преформ,% по мощностям

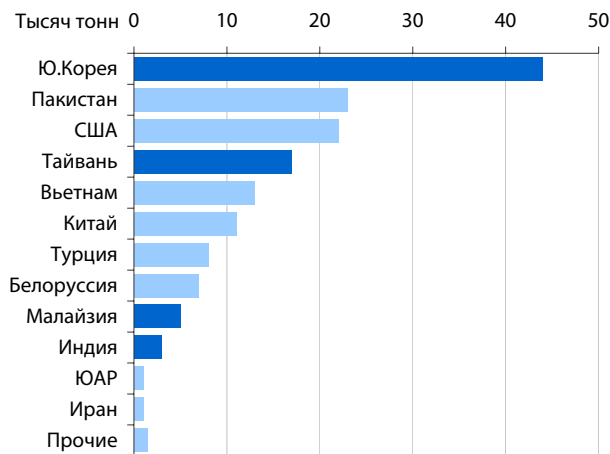


Источник: ЗАО Ретал»

Основные события на рынке ПЭТ-упаковки и ПЭТ-сырья в 2005-2006 г.г.

- Цены на ПЭТ-сырье росли вслед за ценами на нефть
- Темпы роста потребления в Европе в 2005-2006 г.г. продуктов, упакованных в ПЭТ-тару, были ниже, чем в Азии, Африке и России
- Рост издержек производства европейских производителей
- Ужесточение политики закупок крупнейших производителей пивобезалкогольной продукции, которые могут диктовать цены на упаковку
- Агрессивная экспансия Retal Industries на европейские рынки: покупка производственных мощностей, вытеснение конкурентов, увеличение доли на рынке

Рисунок 7. Импорт ПЭТ-сырья в страны Евросоюза в 1 полугодии 2006 г.
(Синим цветом выделены объекты применения антидемпинговых пошлин)



Источник: ЗАО «Ретал», данные Промсвязьбанка

Retal Industries: состояние рыночной среды

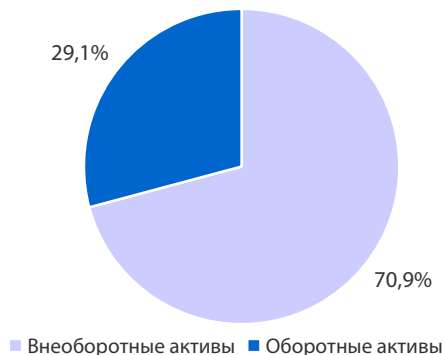
- Несмотря на то, что финансовые показатели конкурентов сложно сопоставлять вследствие существенного разброса их сфер деятельности и отсутствия отчетности по отдельным дивизионам, тем не менее, эти компании подвергаются общим рискам.
- Результаты большинства конкурентов в 2005 году были не блестящими, так например, Constar Int. Inc., показал чистый убыток.
- Главная причина – взлет цен на ПЭТ-сырье в Азии из-за роста цен на нефть на фоне стагнации цен на ПЭТ-преформы, вызываемого давлением крупных производителей напитков. В 2006 году на небольшую маржу производителей оказывал влияние рост процентных ставок в Европе, в то время как в 2005 году от этого фактора страдали американские подразделения компаний.
- Компания Amcor Ltd. закончила год с прибылью, что связано с ее большей диверсификацией и наличием производств стеклянной и бумажной тары, не подверженной «нефтяным» рискам.
- В 2006 г. финансовое положение основных участников рынка заметно улучшилось. Amcor Ltd увеличил прибыль в 1,5 раза, Constar Int. Inc. сократил убытки в 5 раз. В условиях подъема отрасли следует ожидать увеличения прибыли Retal Industries, что позволит компании выглядеть лучше на фоне конкурентов.
- В 2007 г. продолжают действовать принятые Евросоюзом антидемпинговые пошлины на ПЭТ-сырье из Индии, Индонезии, Малайзии, Ю.Кореи, Тайваня и Тайланда (рис.1). Это способствует повышению эффективности деятельности европейских производителей ПЭТ, в т.ч. литовского подразделения Retal Industries по производству ПЭТ-сырья.
- Быстрорастущий рынок России – важный рынок для Retal Industries Limited, здесь продается львиная доля ПЭТ-преформ, кроме того, Компания связывает большие надежды с развитием российского рынка упаковочных пленок, который в настоящее время практически полностью занят импортной продукцией. Запуск в конце 2007 г. российского производства упаковочных пленок позволит Retal Industries Limited занять доминирующие позиции в данном рыночном сегменте.

Таблица 1. Сравнительные финансовые результаты основных участников рынка ПЭТ в 2005 г. по МСФО

Компания	Retal Industries	Ancor Ltd.	Constar Int. Inc.
Выручка, млн.€	327,09	692,74	784,67
ЕБИТДА, млн.€	30,75	538,40	42,36
ЕБИТ, млн.€	16,37	253,95	25,68
Чистая прибыль, млн.€	1,68	109,11	-48,28
Активы, млн.€	437,19	6236,30	451,83
Капитал, млн.€	118,77	2748,43	-33,41
Займы и кредиты, млн.€	128,67	4458,53	485,24
в.т.ч. Долгосрочные	26,85	2408,07	357,63
в.т.ч. краткосрочные	101,83	2050,46	127,61
Чистый долг, млн.€	121,28	1427,71	397,33
Рентаб-ть ЕБИТДА, %	9,40%	7,70%	5,40%
Рентаб-ть ЕБИТ, %	5,00%	3,63%	3,27%
Чистая рентабельность, %	0,51%	1,56%	-6,15%
Чистый долг/капитал, х	1,02	0,52	-11,89
Чистый долг/активы, х	0,28	0,23	0,88
Чистый долг/выручка, х	0,37	0,20	0,51
Чистый долг/ЕБИТДА, х	3,94	2,65	9,38
Чистый долг/ЕБИТ, х	7,41	5,62	15,47
ЕБИТДА/проценты, х	2,28	5,41	1,43
ЕБИТ/проценты, х	1,21	2,55	0,87

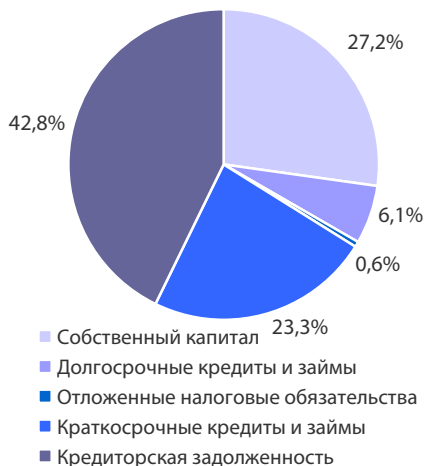
Источник: данные компаний, Vlootberg, расчеты Промсвязьбанка

Рисунок 8. Структура активов Retal Ind.Ltd.



Источник: ЗАО «Ретал»

Рисунок 9. Структура пассивов Retal Ind.Ltd.



Источник: ЗАО «Ретал»

Отчетность по международным стандартам Retal Industries Limited

- Выход аудированной отчетности по МСФО Компании Retal Industries Limited – важный фактор для ЗАО «Ретал», поскольку позволяет оценить масштабы деятельности всей группы, что поможет более объективно оценить кредитное качество облигаций ЗАО «Ретал».
- Выход отчетности Компании Retal Industries Ltd. также позволяет приблизительно (без учета финансовых отношений внутри Компании) оценить роль показателей ЗАО «Ретал» в Retal Industries Ltd.
- Из приведенной таблицы (показатели Retal Industries Ltd. для сопоставимости выражены в российских рублях) можно видеть, что ЗАО «Ретал» занимает существенную долю в финансах материнской Компании, что очень позитивно с точки зрения надежности инвестиций в облигации ЗАО «Ретал». В валюте баланса доля составляет около 30%, в выручке – более 60%.
- Достаточно важным для инвесторов в облигации ЗАО «Ретал» является то, что российский актив – один из центров прибыли Компании, его прибыль в 2005 г. была больше, чем в целом по Компании. В то же время и долгосрочная задолженность ЗАО «Ретал» примерно равна всей долгосрочной задолженности по Компании, хотя существенная доля (ок. 780 млн. руб.) задолженности ЗАО «Ретал» - внутрикорпоративная к материнской компании.

Таблица 2. Сопоставление финансовых показателей Компании Retal Industries Limited и ЗАО «Ретал»

	Retal Industries	ЗАО «Ретал»	Доля ЗАО «Ретал» в Retal Industries
Период	2005	2005	год к году
Отчетность	МСФО, млн. руб.	РСБУ, млн. руб.	%
Основные средства	10136,67	1882,8	18,60%
Всего активов	14945,24	4810,26	32,20%
Собственные средства	4060,22	2326,08	57,30%
Краткосрочные займы	3480,92	641,02	18,40%
Всего пассивов	14945,24	4810,26	32,20%
Выручка	11501,87	7191,94	62,50%
Чистая прибыль	59,07	80,44	136,20%

Таблица 3. Основные показатели отчета о прибылях и убытках

	тыс. €
Выручка	327 096
Себестоимость	(289 989)
Валовая прибыль	37 107
ЕБИТДА	30 753
Прибыль до налогообложения	2 866
Чистая прибыль	1 680

Таблица 4. Основные показатели долговой нагрузки

	X
Чистый долг/активы	0,28
Капитал/займы	0,92
Долгосрочный долг/заемные средства	0,21
Чистый долг/ЕБИТДА	3,94
Чистый долг/выручка	0,37

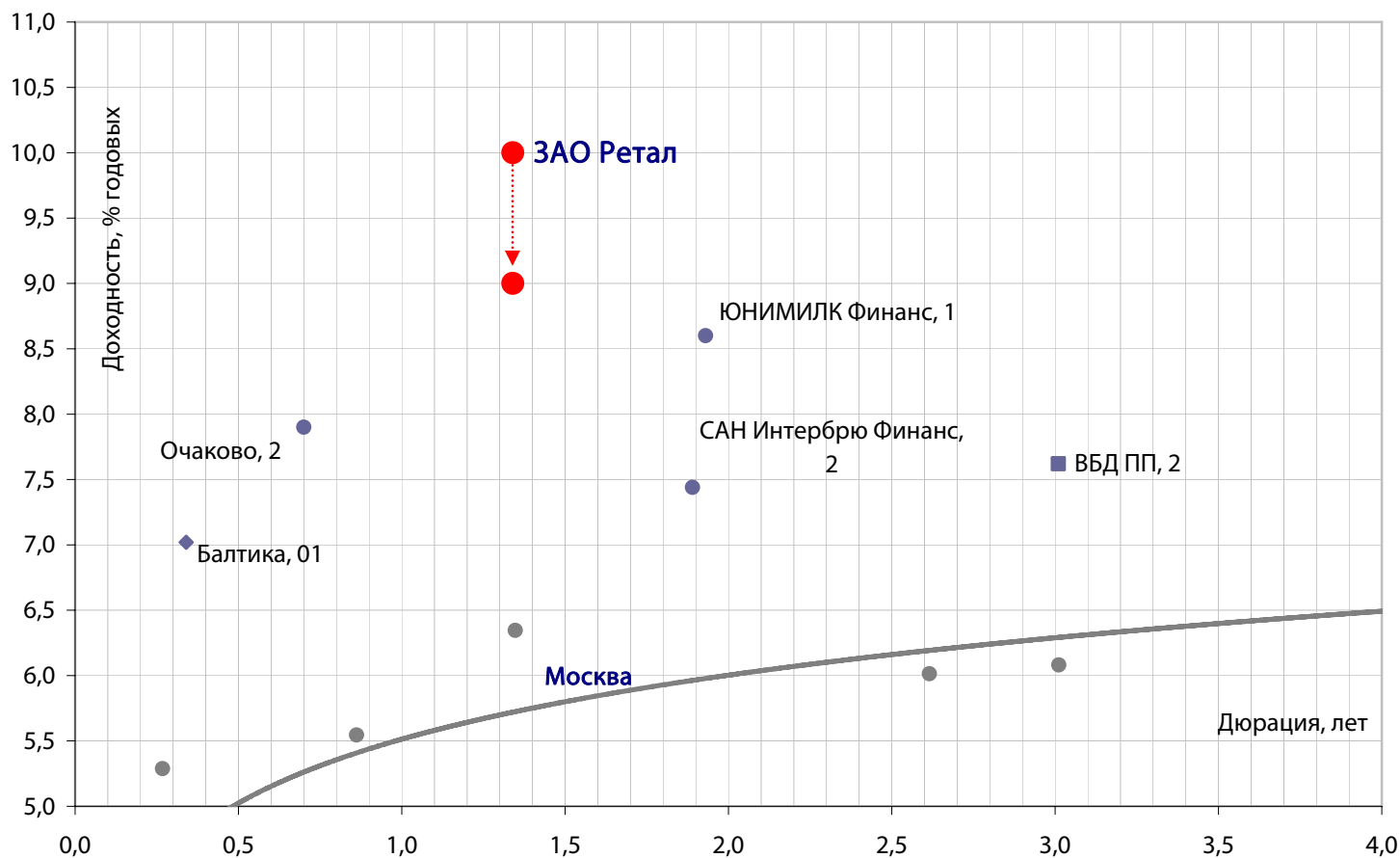
Анализ финансовой отчетности

- Аудированная отчетность Компании Retal Industries. Ltd. по МСФО представляется в первый раз, поэтому мы пока не можем оценить показатели в динамике. Отчетность за 2005 г. в целом подтверждает данные, которые предоставлялись о Компании перед размещением облигаций ЗАО «Ретал».
- В структуре активов у Компании Retal Industries Ltd., как у большинства производственных компаний, большую часть (70,9%) занимают внеоборотные активы, в первую очередь, основные средства. Оборотные активы традиционны – запасы и дебиторская задолженность.
- В пассивах достаточно велика доля собственного капитала – почти 30%. Позитивным моментом является невысокая доля финансового долга в обязательствах (около 30% валюты баланса). Тем не менее, подавляющая часть финансового долга является краткосрочной. Высокая доля кредиторской задолженности не вызывает опасений, т.к. основными потребителями продукции Компании являются крупные транснациональные производители пивобезалкогольной продукции.
- Выручка Компании за 2005 г. составила почти €330 млн., ЕБИТДА – более €30 млн., чистая прибыль – около €1,7 млн.
- Чистый долг компании на конец 2005 г. был равен €121 млн. Данный показатель в 4 раза превосходит ЕБИТДА, при этом он составляет 37% выручки. Стоит отметить, что финансовый долг практически полностью покрывается собственным капиталом.

Рынок облигаций ЗАО «Ретал»

- Облигации ЗАО «Ретал» имеют хороший потенциал для роста. Это обосновано тем, что с началом публикации консолидированной отчетности по международным стандартам, облигации ЗАО «Ретал» могут рассматриваться международным инвестиционным сообществом как обязательства международной компании, которая имеет четкие перспективы развития и последовательно воплощает свою стратегию по расширению своей доли на рынках Европы и России.
- Такие конкуренты Retal Industries как Amcor и Constar также располагают долговыми ценными бумагами.
- Amcor в марте 2004 г. выпустил облигации в евро объемом €350 млн. сроком на 7 лет. В настоящее время они торгуются с доходностью 5,02-5,13% годовых. Выпуск имеет рейтинг от Moody's на уровне Baa1 и от S&P на уровне BBB. Также компания в 1988 и 1993 гг. выпускала конвертируемые облигации в австралийских долларах с погашением в 2049 г. На рынке эти бумаги не торгуются.
- Constar имеет торгуемый выпуск, размещенный в 2002 г. со сроком погашения в 2012 г. объемом \$175 млн. Доходность по данному выпуску составляет около 12% годовых. Рейтинг от Moody's – Caa2, от S&P – CCC.
- Принимая во внимание существенно более устойчивое финансовое положение Retal Industries Limited, чем у Constar, которая терпит убытки и имеет отрицательный собственный капитал, можно сделать вывод о том, что облигации ЗАО «Ретал» имеют потенциал снижения доходности с текущего уровня в 10,0%, по крайней мере, до 9,0% годовых к 1,5-летней оферте.

Рисунок 10. Кривые доходностей на 18.07.2007



Перспективы развития

- Компания Retal Industries Limited располагает амбициозными планами по развитию бизнеса в Европе и России. С этой целью на 2007-2010 гг. разработана инвестиционная программа, объем которой превышает €230 млн. в расчете на подразделения во всех странах присутствия Компании. Она включает в себя:
 - €40 млн. – модернизация оборудования, складских помещений в 2007-2008 гг.;
 - €70 млн. – начатые инвестиционные проекты 2007-2008 гг.
 - €120 млн. – новые инвестиционные проекты 2008-2009 гг., в том числе, на новых рынках
- Указанные мероприятия направлены на достижение следующих целей:

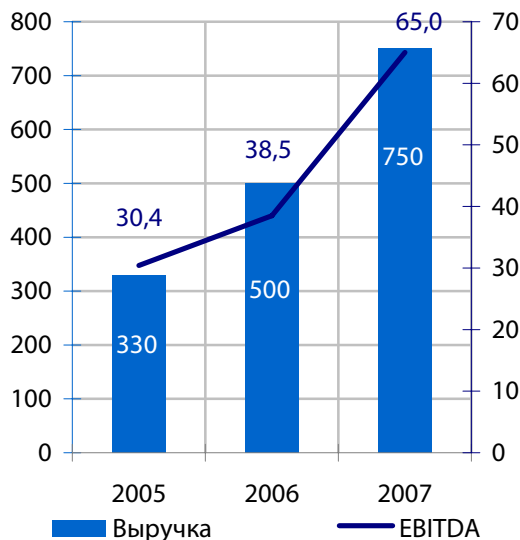
К 2008 г.:

- Производить преформу для каждой пятой ПЭТ-бутылки в Европе;
- Вхождение в тройку лидеров по производству ПЭТ-сырья в Европе;
- Лидирующий производитель и экспортер упаковочных пленок в России и Восточной Европе;
- По итогам 2007 г. планируется достичь выручки на уровне €750 млн. и EBITDA €65 млн.

К 2010 г.:

- RETAL должен стать хорошо известным глобальным брендом и занять 10% мирового рынка ПЭТ-преформ.

Рисунок 11. Выручка и EBITDA 2005-07 году



Руководство**Зибарев Денис Александрович**

Zibarev@psbank.ru

Руководитель департамента

70-47-77

Тулинов Денис Валентинович

Tulinov@psbank.ru

Руководитель департамента

70-47-38

Субботина Мария Александровна

Subbotina@psbank.ru

Заместитель руководителя департамента

70-47-33

Аналитическое управление**Бобовников Андрей Игоревич**

Bobovnikov@psbank.ru

Начальник отдела

70-47-31

Жариков Евгений Юрьевич

Zharikov@psbank.ru

Ведущий специалист

70-47-35

Крусткалн Ян Эдуардович

Krustkaln@psbank.ru

Главный специалист

70-47-32

Шагов Олег Борисович

Shagov@psbank.ru

Главный специалист

70-47-34

Управление торговли и продаж**Павленко Анатолий Юрьевич**

APavlenko@psbank.ru

Сейлз-менеджер

70-47-23

Рыбакова Юлия Викторовна

Rybakova@psbank.ru

Сейлз-менеджер

70-47-23